

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧 010-56793933
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：贸易战为高端制造业发展背书》
2018.03
- 2 《宏观：美国历次贸易战胜利了吗？》
2018.03
- 3 《宏观：中美贸易战放飞美股黑天鹅》
2018.03

贸易战可能使两国产生类滞胀预期

中美贸易战系列研究（四）

贸易战可能对中美两国经济产生“类滞胀”的预期

我们认为中美贸易摩擦可能将是一个较为漫长的过程，两国利益相互交织，贸易战对两国经济的实际冲击可能是较为平缓的，但贸易战对资本市场预期层面的影响不容忽视，资产价格可能会迅速反映预期的变化。如果特朗普政府执意要跟中国打贸易战，我们认为中国可能也会作出相应的反制措施，中美双边贸易量可能都会受到负面影响，对经济预期影响负面；在实际演进过程中，当两国的便宜商品无法顺利向对方出口时，不管是转而寻求其他国家的较贵商品，还是承担高关税增加的成本，都可能会推升两国的物价水平，很可能是对中美两国经济都产生“类滞胀”预期。

历次贸易战对基本面影响回顾：基本面反应有限，情绪面反应更直接

我们总结了历史上美-欧、美-日贸易战期间双边国家的经济和通胀走势，结果显示在多数情况下，贸易战这一变量与经济走势的直接相关性不强，但对资本市场的预期影响可能更为明显和直接。贸易战发起国往往试图通过减少贸易逆差来拉动经济增长，但由于存在对方贸易反制的可能性，发起贸易战的国家的贸易逆差往往难以有效收窄，常见的情况是双方两败俱伤。在历史上的贸易战中，市场对基本面的悲观预期都在股债价格波动中阶段性有所体现。

中美贸易战对我国经济影响：无需过分担心对经济增长的负面影响

在贸易战的影响下，净出口对我国 GDP 的拉动可能受到负面冲击，但当前净出口对我国 GDP 的贡献率并不高，最终消费已经成为我国 GDP 的主要贡献方，因而无需过分担心贸易战对国内经济的负面影响，我们对我国总量经济数据走势并不悲观。我国可能在农产品领域对美实施反制，结果可能是推高我国通胀预期。我国对美反制措施的可能顺序预计很可能是从农产品、汽车、飞机到美债，农产品可能是第一个反制品种，由于我国大豆对外依存度高，对大豆的贸易反制政策有可能对国内通胀预期产生扰动。

中美贸易战对美国经济影响：贸易逆差未必收窄、通胀有上行压力

贸易战也可能对美国经济产生负面影响预期。在中国的贸易反制措施影响下，美国对华出口同样可能受到负面影响，美国对华贸易逆差不一定显著收窄，特朗普打响贸易战的初衷之一（缩窄逆差）不一定能显著兑现。贸易战对美国通胀的影响取决于美国国内的产业承接能力，一旦进口减少，国内产业无法有效承接需求缺口，则美国 CPI 可能有上行压力。但对于美联储而言，由于其更关心的是剔除能源、食品价格的核心 PCE 消费物价指标，核心 PCE 受非农薪资增速的影响较大，而受贸易战的直接影响可能较小。

需注意贸易战对资本市场预期的冲击

我们在此前的报告中先后提示了美债的长短端利率比较平、中美贸易战可能成为美股调整风险的触发因素，3月22日特朗普针对301调查结果签署备忘录，挑起贸易争端冲击美股风险偏好，反映市场恐慌情绪的 VIX 指数大幅上行，标普 500 指数两日累计跌幅达 4.56%，并同时拖累全球股市，上证综指、日经 225 指数、伦敦金融时报 100 指数两日累计分别大跌 3.91%、3.57%和 1.66%。与此同时，美债和全球债市普遍上涨体现全球避险情绪升温，美国、中国、日本、英国 10 年期国债收益率当日分别下行 6、1.5、0.5 和 1.1 个 BP，对经济形势的预期在股债市场中充分体现。

风险提示：贸易战状况可能进一步激化，影响全球市场风险偏好；我国进出口可能受到贸易摩擦的负面影响，国内经济下行预期加强。

正文目录

一、历史上的贸易战对两国经济影响的回顾	4
1.1 70-90年代美日贸易战：石油危机和广场协议是两国经济主要影响因素	4
1.1.1 贸易摩擦持续时间较长，美国经济受多重因素影响	4
1.1.2 日本在与美贸易战中处被动地位，进出口受明显冲击，但经济主要受汇率因素驱动	5
1.2 1990-2000年美欧贸易战：基本面反应有限，资产价格的反应更迅速	6
1.2.1 对经济基本面的影响不显著	7
1.2.2 资产价格对贸易战的反应更为充分	7
1.3 21世纪初美欧钢铁贸易战：基本面走势主要取决于本国钢铁产业发展，情绪面反应更为充分	9
1.3.1 对经济基本面的影响表现不一：美国物价上行、英国经济受拖累	9
1.3.2 此次贸易摩擦影响市场对经济基本面预期，在两经济体债券收益率中体现尤为明显	10
二、贸易战可能对中美两国经济产生“类滞胀”的预期	12
2.1 贸易战对中美经济增长预期产生负面影响	12
2.2 贸易战可能扰动中美两国通胀预期	13
2.2.1 对我国通胀的影响：我国可能在农产品领域对美实施反制，可能对我国通胀预期形成影响	13
2.2.2 对美国通胀的影响：美国通胀受贸易战的影响程度主要取决于产业承接能力，但联储关心的核心 PCE 受贸易战影响不大	14
三、经济层面“类滞胀”的实际影响可能相对缓慢，但需注意贸易战对资本市场预期的影响	16

图表目录

图表 1: 贸易战时期美国净出口短期有所改善, 长期经济受多重因素影响.....	5
图表 2: 前期股市债市受滞胀影响较大, 广场协议后美国国债收益率小幅上行, 股市长期持续走高	5
图表 3: 日本净出口对 GDP 影响较大, 受贸易战影响波动明显.....	6
图表 4: 宽松货币政策产生资产价格泡沫, 广场协议后汇率利率市场化国债收益率受美国国债变动影响	6
图表 5: 净出口对美国 GDP 贡献率短期上行, 随后下行	7
图表 6: 净出口对法国 GDP 贡献率短期上行, 长期下行	7
图表 7: 90 年代-21 世纪初美国市场指标	8
图表 8: 90 年代-21 世纪初法国市场指标	8
图表 9: 90 年代欧元对美元汇率先升后贬	8
图表 10: 2002 年-2003 年美国钢铁保护措施大事列表	9
图表 11: 21 世纪初钢铁贸易战期间欧盟经济情况.....	10
图表 12: 21 世纪初钢铁贸易战期间美国经济情况	10
图表 13: 21 世纪初钢铁贸易战期间美国 10 年期国债收益率.....	10
图表 14: 21 世纪初钢铁贸易战期间欧盟长期国债收益率	11
图表 15: 中美贸易总额与中国、美国 GDP 现价增速之间存在一定的正相关性.....	12
图表 16: 净出口目前对我国 GDP 的贡献率相对较低.....	13
图表 17: 中国大豆对外贸易依存度	14
图表 18: 大豆、豆粕和猪肉价格相关性 (价格已换算相同基期的可比指数)	14
图表 19: 平准通胀率体现贸易战扰动通胀预期	15
图表 20: 贸易战可能使得国内上游价格回落、下游价格上涨.....	15
图表 21: 美国核心 PCE 指标受贸易战的直接影响可能较小	15
图表 22: 3 月 22 日美国挑起贸易纠纷, 冲击美股风险偏好.....	16
图表 23: 美股风险偏好降低, 对全球股市形成连带冲击.....	16
图表 24: 3 月 22 日美国挑起贸易纠纷, 美债、中国国债收益率下行	16
图表 25: 3 月 22 日美国挑起贸易纠纷, 日债、英债收益率也跟随下行.....	16

一、历史上的贸易战对两国经济影响的回顾

我们总结了历史上美欧、美日贸易战期间双边国家的经济和通胀走势，结果显示在多数情况下，贸易战这一变量与经济走势的直接相关性不强。我们认为贸易战对两国经济基本面的影响可能是一个较为漫长的过程，但对市场预期影响可能更为明显和直接。

在上世纪70-90年代的美日贸易战期间，美国经济一度受石油危机拖累，进出口同步下滑，美国贸易逆差对GDP贡献率进一步恶化；日本由于外贸对美依存度过高，贸易战中步步妥协，进出口严重受损，但日本经济形势主要受汇率走势的驱动，贸易战的影响不够显著，广场协议后日元升值外贸迅速下滑，日本采用宽松货币政策对冲经济下行进而引发资产价格泡沫，1989年日央行加息刺破泡沫后，经济增长陷入长期停滞。在1990-2000年间的美欧农产品贸易战中，虽然美国和法国在开战后的1-2年内，其各自的贸易差额对GDP的贡献率都有所改善，但随后持续走低，长期对经济的影响其实是偏负面的。在21世纪以来的美欧钢铁贸易战中，欧盟和美国分别出现了净出口拖累GDP增长和物价高企的情况，其中美国通胀高企主因美国国内钢铁产能落后、钢厂效率低下，国内生产难以承接自身需求，进口钢铁的高关税推动了物价上升，通胀预期及CPI同时上行。

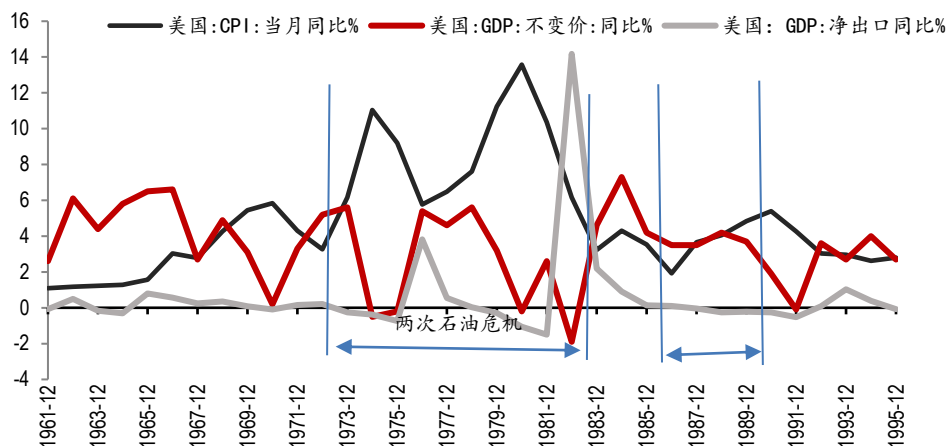
我们认为，贸易战对经济基本面的影响是一个漫长的过程，且贸易战一般在时间轴上的“战线”较长，期间两国经济还会受到其他因素的影响。实际上，贸易战发起国往往试图通过减少贸易逆差来拉动经济增长，但由于存在对方贸易反制的可能性，发起贸易战的国家，其贸易逆差往往难以有效收窄，对GDP的正向拉动效果不会明显呈现，甚至更常见的情况是双方两败俱伤。另一方面，贸易战对资本市场预期的影响更加直接，在上述几次贸易战中，市场对基本面的悲观预期都在股债市场有所体现。

1.1 70-90年代美日贸易战：石油危机和广场协议是两国经济主要影响因素

从1969到1994年，美国采取多回合贸易战来应对美日贸易逆差以达到刺激经济增长的目的。从1968年到1991年的20多年间，美日签署了多个贸易协议，涉及领域包括钢铁、半导体、纺织、彩电、汽车和电信等。由于出口和经济增长对美国的依赖程度较高，日本在与美国的贸易争端中一直处于被动地位，被迫签署并接受多项出口限制协议，自愿限制出口量。广场协议后，日元对美元大幅升值，最高达86.1%，直接导致日本出口业被摧毁，1986年以日元计价的出口贸易金额出现了两位数的降幅。日本采取宽松货币政策刺激经济，进而引发资产价格泡沫。1989年5月至1990年8月，日本银行连续上调中央银行贴现率从2.5%至6%，10年期国债收益率由1987年5月2.91%一度上升至最高1990年9月的8.05%，日本资产价格泡沫破裂，日本出现“经济倒退的10年”。

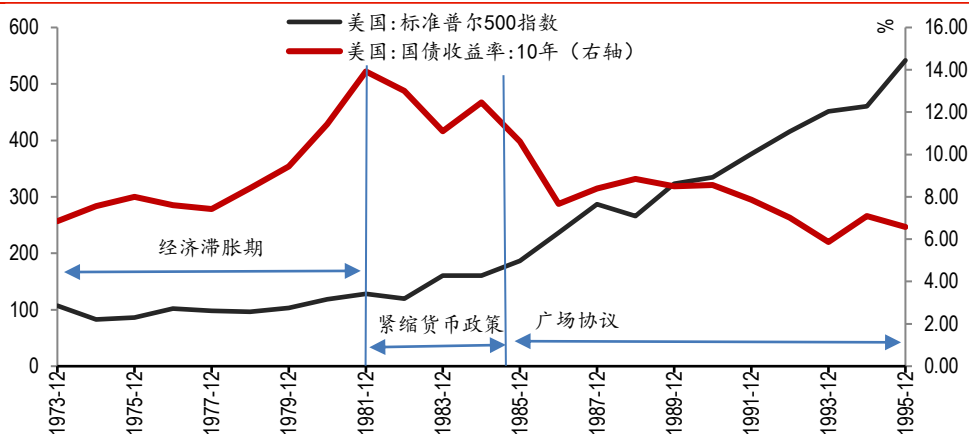
1.1.1 贸易摩擦持续时间较长，美国经济受多重因素影响

贸易战时期美国净出口短期有所改善，长期经济受多重因素影响。贸易战初期，美日间摩擦较为克制，尽管1976年和1982年受美日钢铁、汽车贸易协议影响，美国净出口同比上升，但美国经济仍主要由受外部因素即两次石油危机和布雷顿森林体系解体影响。一方面，石油危机时期，油价的上行使得几乎所有工业化国家的经济增速均有放慢，1974年美国GDP同比增长-0.5%，1980年美国GDP同比增长-0.2%。另一方面，1971年布雷顿森林体系垮台，美元大幅贬值，美元走弱推动了大宗商品价格的上涨，引发恶性通货膨胀。80年代初，为解决滞胀问题以及刺激经济增长，美联储大幅加息收紧货币，通胀水平下降。广场协议后，美元相对日元持续贬值，美国通胀在1986年末触底后反弹直至80年代末的储贷危机爆发。

图表1： 贸易战时期美国净出口短期有所改善，长期经济受多重因素影响

资料来源：Wind，华泰证券研究所

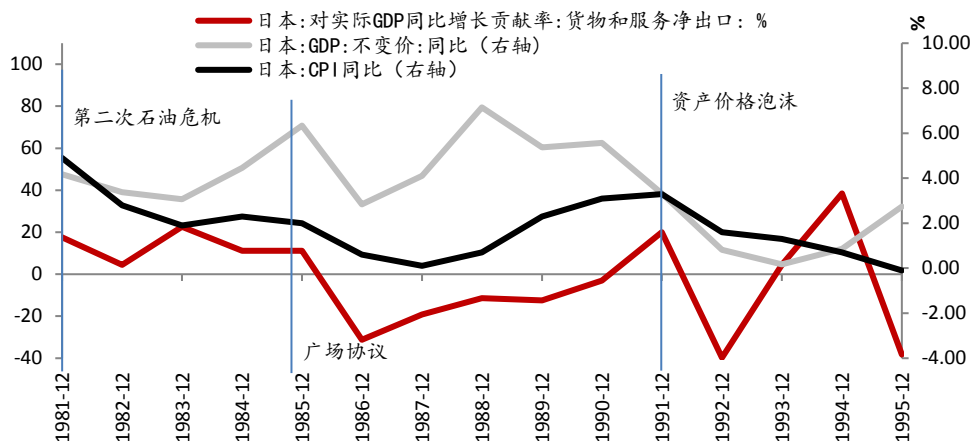
美国股市前期受利率上行压制低位徘徊，广场协议后持续走高。70-80年代美国经济陷入滞胀期，10年期国债收益率持续走高，1981年达到顶部。和国债收益率相对应的是美股在70年代通胀期间一直低位徘徊，主要原因是通胀走高不断推动利率上行，而利率不断上行对于股市的估值有压制作用。80年代强美元政策使得通胀走低，利率随之下行，标普500持续上涨。广场协议后，美元相对日元持续贬值，美国通胀在1986年末触底后反弹，国债收益率小幅回升，而美股1987年调整后继续走高。

图表2： 前期股市债市受滞胀影响较大，广场协议后美国国债收益率小幅上行，股市长期持续走高

资料来源：Wind，华泰证券研究所

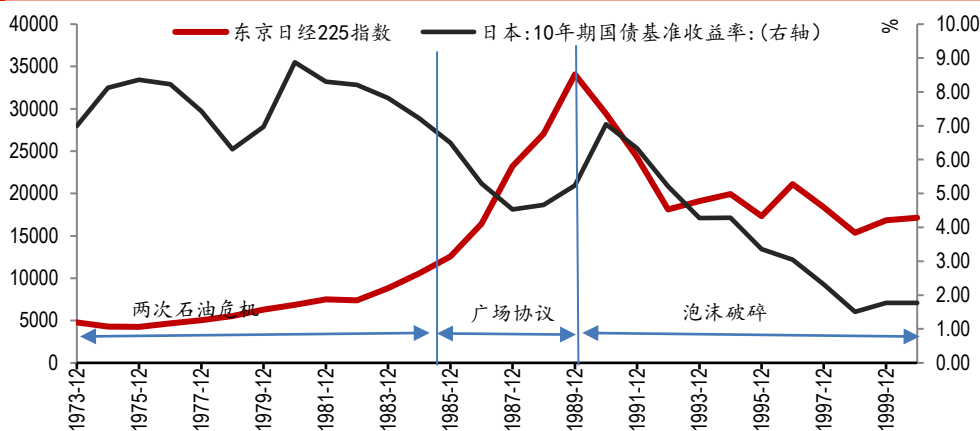
1.1.2 日本在与美贸易战中处被动地位，进出口受明显冲击，但经济主要受汇率因素驱动

日本在与美贸易战中处于被动地位，进出口受明显冲击，但贸易战时期经济主要受汇率影响，贸易战非主要驱动因素。由于出口和经济增长对美国的依赖程度较高，日本在与美国的贸易争端中一直处于被动地位，被迫签署多项贸易协议并自愿接受出口规模限制，日本净出口受较大冲击。但同期日本经济形势主要受广场协议和国内政策的影响，广场协议后日元迅速升值，1986年以日元计价的出口贸易金额出现了两位数的降幅，净出口对GDP的贡献率下降至-31.6%，日本经济受净出口影响随之下降。1986年末至1988年日本采取扩张性货币政策刺激内需，虽然净出口修复较为缓慢，但受刺激政策的影响，日本对内对外投资迅速扩大拉升同期GDP。1989年后日央行加息刺破资产价格泡沫，经济迅速衰退。通胀方面，70-80年代，日本是世界第2位石油消费国，受石油危机影响，石油价格的上涨导致成本大幅上升，叠加广场协议后的宽松货币政策，日本CPI大幅上升，直至1991年资产价格泡沫破裂，CPI趋于平缓，同比增速下滑。

图表3：日本净出口对GDP影响较大，受贸易战影响波动明显

资料来源：Wind，华泰证券研究所

广场协议与宽松货币政策催生股债双牛，后期利率受美国国债收益率影响较大。70年代全球经济受两次石油危机影响波动较大，日本10年期国债收益率也受到同期通胀上行的较大冲击。广场协议后日元迅速升值，叠加宽松的货币政策，大量资金流入股市、债市，日经指数大幅攀升，形成资产价格泡沫。1989年日央行短期内迅速加息导致价格泡沫破裂，股市债市下跌。同期，随着日本利率市场化基本完成，从1985年，特别是1991年后，美国国债对日本国债收益率的影响有所提高。

图表4：宽松货币政策产生资产价格泡沫，广场协议后汇率利率市场化国债收益率受美国国债变动影响

资料来源：Wind，华泰证券研究所

1.2 1990-2000年美欧贸易战：基本面反应有限，资产价格的反应更迅速

60年代初到21世纪初，美欧贸易战持续了近40年，涉及农产品，钢铁，公共采购多个领域，双方争端不断。在农产品领域，欧洲农产品产量提升挤压美国市场，美贸易优势受威胁。60年代初，欧共体主动挑起贸易战，对美国冻鸡等农产品进口征收差价税。美国态度强硬，利用WTO规则强硬报复，提高从欧共体进口的卡车、酒类的进口税。之后双方在小麦，粮食制品，香蕉，牛肉等农产品激烈交锋，最终美国逆转了贸易逆差态势。

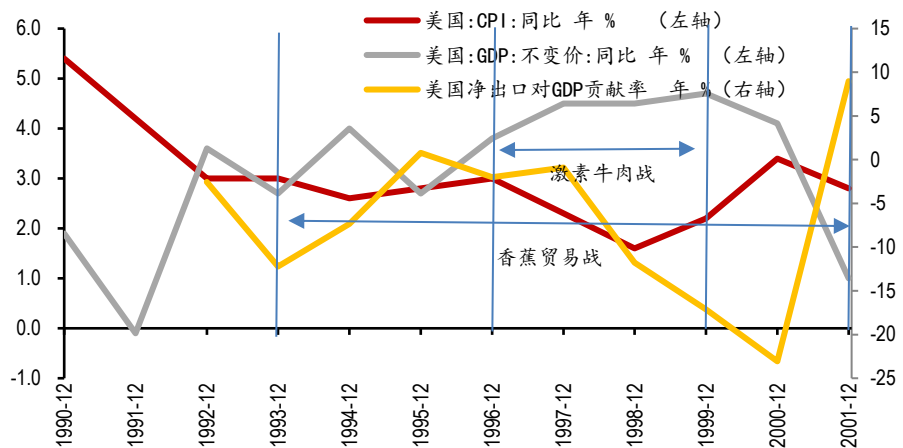
近40年的时间跨度使经济指标分析的干扰因子增多，而进入90年代，美欧在农产品领域的摩擦进一步升级，除了倾销和关税的对垒外，90年代的贸易战对策开始采用限制商品的进口地以及联合多国向WTO申诉等，其代表事件包括著名的香蕉案以及激素牛肉案。下面依次对90年代欧美两国的农产品贸易战及20世纪初两国的钢铁贸易战影响进行分析。

1.2.1 对经济基本面的影响不显著

净出口对两国 GDP 贡献率短期上行，但随后下行。90年代初起欧洲与美国爆发规模较大的农产品贸易战，从1993年的香蕉战、1996年的激素牛肉限制等到2001年持续了8年的时间。在此期间，美国净出口对GDP贡献率先增后减，总体呈下行态势。虽然贸易战发起后，短期内美国净出口贡献有了微弱增加，但随着贸易战的推进，美国的净出口贡献率一路下滑，到贸易战尾声，进入20世纪初，受美国互联网经济泡沫的影响，美国GDP增速迅速下降，净出口贡献率才有所提升。欧洲的农业第一大国法国在此次贸易战中净出口对GDP贡献率先升后降，但总体也呈现微弱下行。

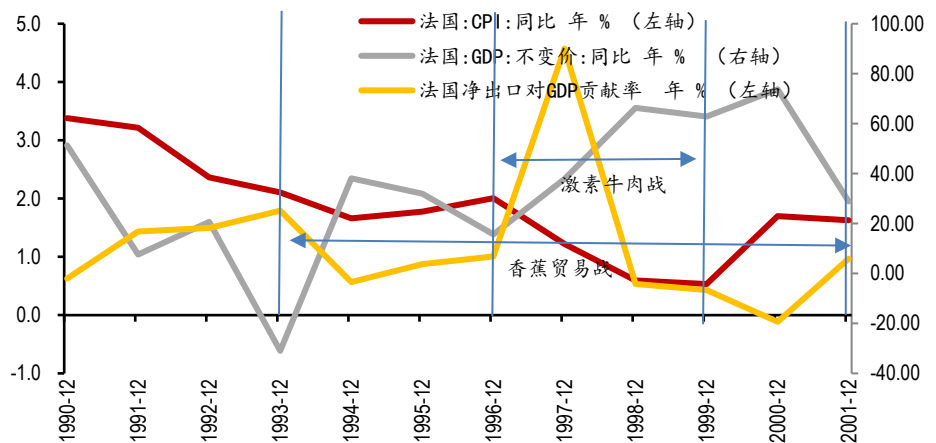
贸易战后期两国GDP增速均有上行，但美国经济增长主要动力是信息技术革命和经济全球化浪潮。通过开展社会经济改革、加大发展教育、科技事业的力度，美国促进了以信息产业为代表的高新技术的发展，完成了传统产业的技术改造，新一轮全要素生产率的提高拉升经济潜在增速的提高，因此经济增速与贸易战没有直接相关性；法国主因本国农业的迅速发展，欧洲在贸易战期间，在拖延WTO裁决的时间内积极发展农业，法国的经济有所上升，因此间接受益于贸易战对本国农业产业崛起，而非直接通过贸易差额改善的拉动。

图表5：净出口对美国GDP贡献率短期上行，随后下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：净出口对法国GDP贡献率短期上行，长期下行

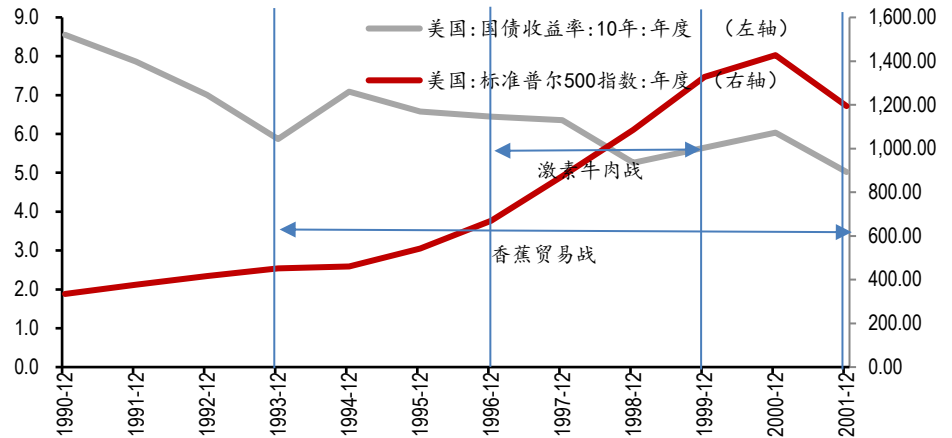


资料来源：Wind，华泰证券研究所

1.2.2 资产价格对贸易战的反应更为充分

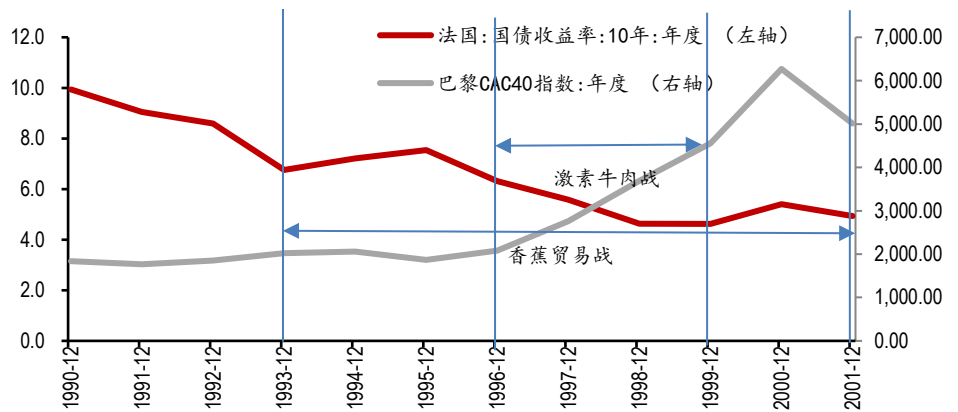
股债市场走势体现出市场对经济基本面的悲观预期。1993年贸易战开端之后两年，两国的10年期国债收益率中枢都出现了较为明显的抬升，美债由1993年的5.86%上行至1994年的7.08%，法债由1993年的6.76%上行至1995年的7.54%，同期股市也处于增速趋缓的筑底阶段，说明市场预期对贸易战的影响相对悲观。

图表7：90年代-21世纪初美国市场指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

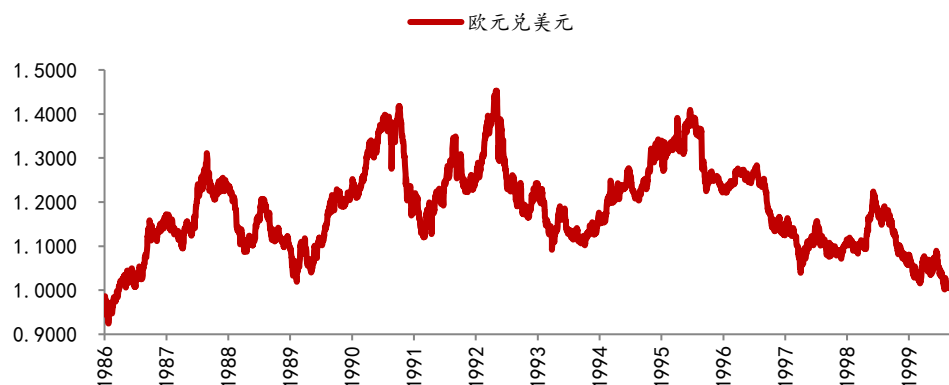
图表8：90年代-21世纪初法国市场指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1993年，美国利用经销拉丁美洲香蕉打开了欧洲市场，加之美元对欧元贬值，利于对其出口，欧盟利益受到损害，首先进行反制，通过许可证，配额的制度对香蕉进口实施限制，打击了美国香蕉出口。美国态度强硬，在WTO的授权下向欧盟价值1.91亿美元的商品加征100%的惩罚性关税。于是，1994年起至1995年末，汇率方面体现为欧元升值，不利于其出口。1996年掀起的牛肉贸易战也在汇率上有所体现。美欧交锋，美国两次均借助WTO对欧盟采取制裁，限制欧盟出口，导致欧元贬值。

图表9：90年代欧元对美元汇率先升后贬



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1.3.21 世纪初美欧钢铁贸易战：基本面走势主要取决于本国钢铁产业发展，情绪面反应更为充分

贸易摩擦集中在钢铁行业，但其他领域有贸易报复威胁。美欧钢铁贸易战时间跨度为从2001年7月至2003年12月之间。2002年3月5日，美国总统布什宣布了进口钢铁201保障措施调查案最终救济方案，决定从3月20日起将对大多数进口钢材征收最高达30%的进口关税或关税配额，加拿大、墨西哥、以色列和约旦4国不受影响。欧盟于2002年3月27日宣布并于3月29日正式对进口钢铁产品实施临时保障措施；同年11月20日，我国外经贸宣布对5类进口钢铁产品实施最终保障措施。

图表10：2002年-2003年美国钢铁保护措施大事列表

时间	事件
2001年7月3日	ITC 宣布开始调查
2001年12月19日	ITC 将决定和建议的报告提交总统，建议总统对钢铁进口实施限制
2002年3月5日	总统发布命令，宣布对钢铁进口产品提高关税
2002年3月7日	欧盟最早向WTO起诉，并向美国提出报复性贸易清单，包括果汁、纺织品等，产业集中在共和党选票集中地
2002年3月27日	欧盟决定对进口钢铁产品采取为期6个月的临时保障措施，29日生效
2002年11月20日	中国宣布对5类进口钢铁产品实施最终保障措施
2003年7月11日	WTO 初裁美国钢铁保障措施违规
2003年11月10日	WTO 上诉结果维持原判，美国总统对判决持不同意见
2003年12月4日	总统签署取消保障措施

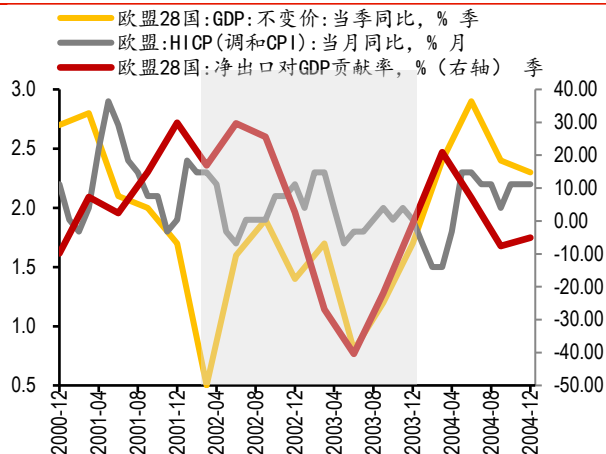
资料来源：Wind，华泰证券研究所

此次贸易战发生在钢铁领域，但欧、日、中等多国都曾提出对美国的报复性贸易清单。作为美国钢铁最大出口方，欧盟提出的威胁最有杀伤力，其“短清单”涵盖的产品多产于美国共和党选票集中的州。在这样的背景下，截至2002年8月，美国陆续免除了超过一半品种的钢产品高额关税。2003年7月，WTO初次裁决美国违规；2003年11月，上诉结果维持原判。在这期间，欧盟、日本、韩国等国亦多次以报复性关税加以威胁。同年12月4日，美国总统签署总统令取消美国钢铁保障措施，次日生效。事实上，各国提出的钢铁外其他领域的报复计划仅有很少一部分加以实施，发生的摩擦主要局限在钢铁领域。

1.3.2 对经济基本面的影响表现不一：美国物价上行、英国经济受拖累

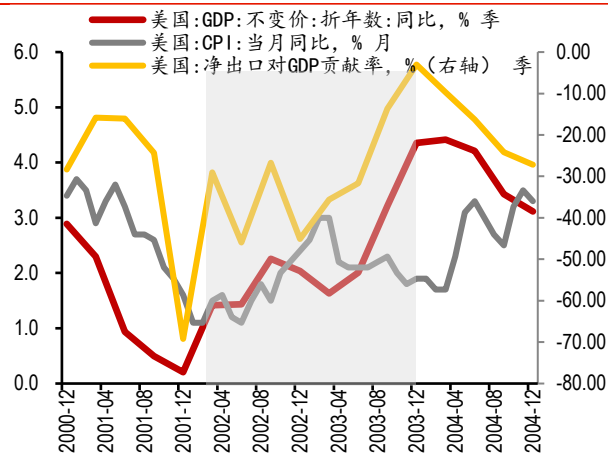
对比美欧两大经济体在贸易战时的表现，美国净出口对经济拉动上升，自身钢铁产能不足导致物价上升；英国经济为净出口所拖累，但产能充足、物价稳定。2001-2003年美欧贸易战期间，美国经济增速稳步回升，净出口对经济增长的同比贡献率上升。因为美国国内钢铁产能落后、钢厂效率低下，国内生产难以承接自身需求，进口钢铁的高关税推动了物价上升，CPI上行。欧盟方面，由于继美国抬高市场门槛之后，当时世界第三大钢铁进口国中国也实施了钢铁贸易保障，欧盟在90年代完成升级的钢铁产能出口市场大大缩小，净出口对经济增长的同比贡献率下降。贸易战期间经济上涨最高同比1.9%，落后于美国，经济上行压力较大。由于欧盟自身产能充足，对进口钢铁依赖程度弱，CPI未受明显影响。

图表11: 21世纪初钢铁贸易战期间欧盟经济情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 21世纪初钢铁贸易战期间美国经济情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1.3.2 此次贸易摩擦影响市场对经济基本面预期, 在两经济体债券收益率中体现尤为明显
贸易战随时开打的风险影响市场预期。美欧钢铁贸易战时间跨度为从2001年7月至2003年12月之间。2001年7月, ITC(美国国际贸易委员会)发表公告对钢铁行业启动“201”调查, 受恐慌情绪和对经济下行预期影响, 国债收益率下行。同年12月19日, ITC发布调查意见, 认为应该对进口钢铁实施限制, 此时市场悲观情绪基本出清, 国债收益率上行。2002年3月5日, 总统发布保障措施实施命令, 各国立即做出强硬反应, 称将在多领域实施报复。受此影响, 美债收益率一路下行。2003年7月11日WTO初审判决做出前, 市场存在贸易战停止预期, 市场对经济基本面转为乐观, 国债收益率上行; 判决做出后, 美国国内仍存在是否停止保障措施的争议, 欧盟、日本、韩国等贸易对手威胁发起强硬报复, 市场预期悲观, 国债收益率下行。2003年12月, 美保障措施失效。2004年2月, 恐慌情绪全部出清。

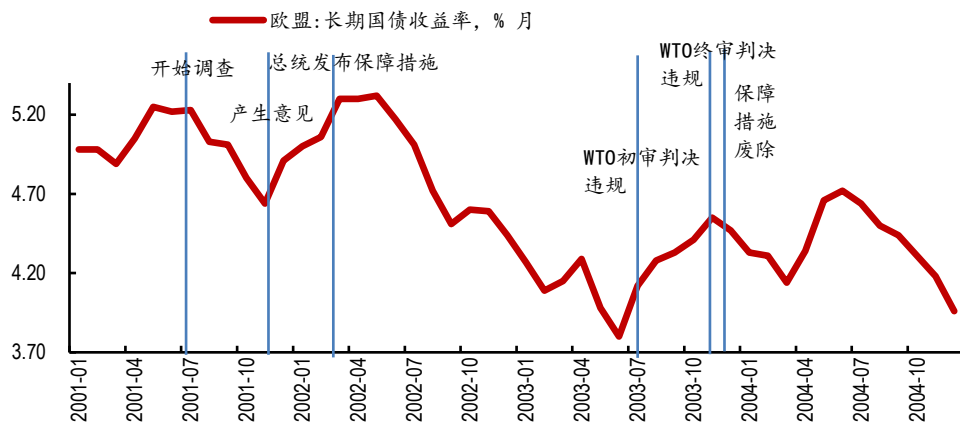
图表13: 21世纪初钢铁贸易战期间美国10年期国债收益率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

欧盟市场在贸易战临近结束时对基本面更偏乐观。2001年, 美国进口钢铁中33.3%来源于欧盟, 欧盟是美国钢铁贸易战主要对手。贸易战期间, 欧盟长期国债收益率曲线变化趋势与美国基本相同。主要的不同体现为, 在2003年7月11日WTO初审判决美保障措施无效后, 美债收益率下跌, 而欧债收益率明显上升。21世纪初, 欧盟与美国势均力敌, 两者有实力相互抗衡, 在白宫为WTO裁决结果摇摆不定的时候, 欧盟反制态度强硬, 推动市场对其经济基本面预期乐观。

图表14： 21世纪初钢铁贸易战期间欧盟长期国债收益率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

二、贸易战可能对中美两国经济产生“类滞胀”的预期

2.1 贸易战对中美经济增长预期产生负面影响

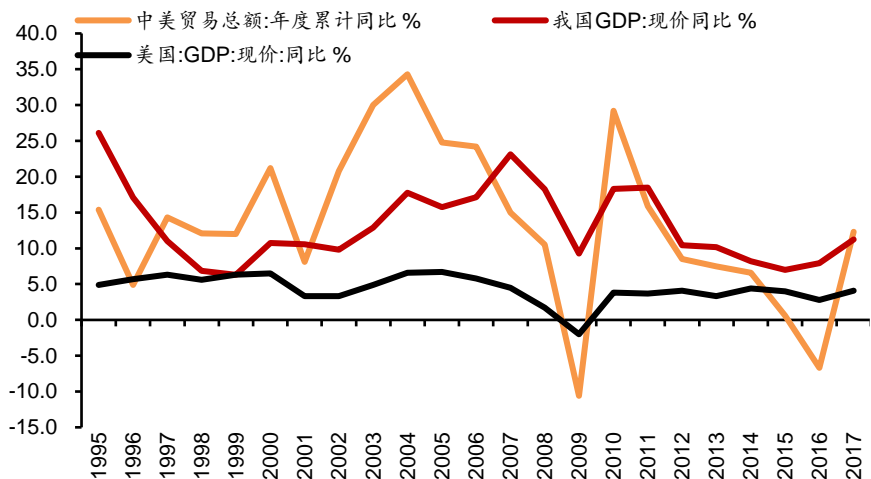
我们认为中美两国可能发生的贸易摩擦将是一个较为漫长的过程，两国关系未来可能是“W”型走势，期间可能不断伴随着两国政治经济高层的互相试探、利益博弈和沟通谈判，而发生贸易争端的行业领域也会不断发生变化。中美两国既有竞争、也有合作，两国的国家利益相互交织，我们认为从最后的实际结果来看，贸易战对两国经济的实际冲击和影响很可能是较为平缓的。但是两国的国债、股市等资产价格将反映市场预期的调整，所以我们有必要判断贸易战对两国经济走势的可能影响。

中国和美国互为对方重要的贸易伙伴，两国在出口方面各有所长，贸易结构较为互补，中美双边贸易对于双方发挥各自的比较优势、促进经济增长，均有较大的正面作用。经我们测算，中美双边贸易总量（出口+进口）的同比增速与两国GDP现价增速间均存在一定的正相关性。我们认为，如果特朗普政府执意要跟中国打贸易战，中国可能也会作出相应的反制措施，中国对美出口、以及美国对华出口的双边贸易可能都会受到负面影响。

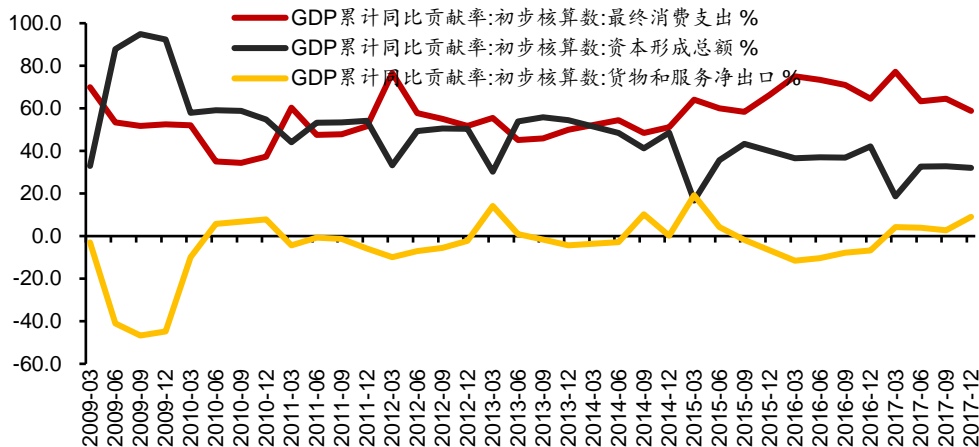
我们认为，净出口（出口-进口）作为GDP需求侧动能的“三驾马车”之一，在贸易战的影响下，对我国GDP的拉动可能受到负面冲击；不过，当前净出口对我国GDP的贡献率并不高（2017年四个季度的平均贡献率为5%），最终消费已经成为我国GDP的主要贡献方，因而无需过分担心贸易战对国内经济的负面影响，我们对我国总量经济数据走势并不悲观；同时，如果美国的贸易战主要是针对中国、而对其他贸易伙伴采取部分豁免，由于“间接出口”机制的存在（即A国对美国出口，中国同时对A国出口），贸易战对中国经济的实际影响可能会相对较低。

贸易战也会对美国经济产生负面影响预期。在中国的贸易反制措施影响下，美国对华出口同样可能受到负面影响，美国对华的贸易逆差并不一定显著收窄，特朗普打响贸易战的初衷之一（缩窄逆差）并不一定能显著兑现。

图表15：中美贸易总额与中国、美国GDP现价增速之间存在一定的正相关性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16: 净出口目前对我国 GDP 的贡献率相对较低


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2.2 贸易战可能扰动中美两国通胀预期

关于贸易战对两国通胀的可能影响,经典经济学理论认为贸易战可能使得贸易顺差国走向通缩、逆差国走向通胀,即贸易战对顺差国的经济增长影响大(作用机制:顺差国出口受影响——经济增速下行——产生通缩压力),而对逆差国的通胀影响大(作用机制:高关税使得逆差国进口成本上升——需求转移给成本相对较高的国内替代产品——逆差国产生通胀压力)。

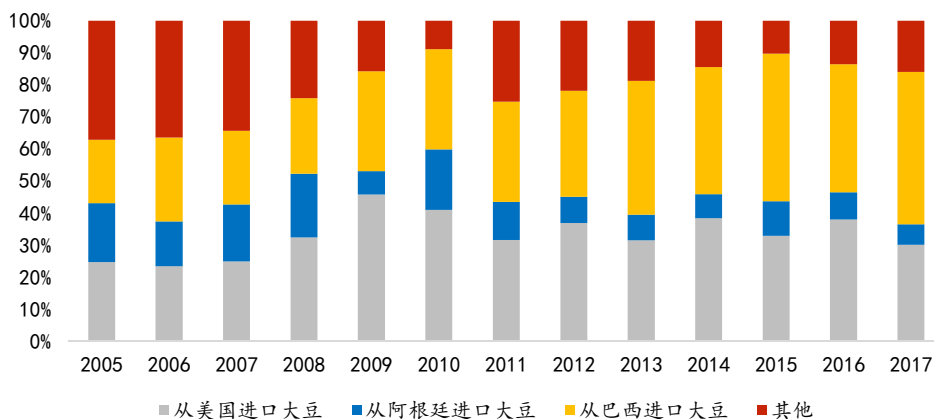
但我们认为在实际演进过程中,很可能是顺差国和逆差国均产生“类滞胀”预期,因为中美贸易战的局面不大可能是美国单边征收高关税制裁中国,中国也一定会拿出对应的反制措施。比如在美国对华出口量较大的农产品领域,如果中国在大豆、豆粕、玉米等农产品方面同样对美国开征高关税,同样会使得国内消费农产品价格上涨,以豆粕、玉米作为主饲料的养殖业也可能受到通胀压力的传导。当两国的便宜商品无法顺利向对方出口时,不管是转而寻求其他国家的较贵商品,还是承担高关税增加的成本,都可能会推升两国的物价水平。

2.2.1 对我国通胀的影响:我国可能在农产品领域对美实施反制,可能对我国通胀预期形成影响

双方的贸易措施对本国通胀的影响取决于该征税商品在本国的供给弹性。我们认为,我国对美反制措施的顺序预计很可能是从农产品、汽车、飞机到美债,农产品可能是第一个反制品种。2018年3月23日,商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见,拟对自美进口部分产品加征关税,该清单暂定包含7类、128个税项产品,按2017年统计,涉及美对华约30亿美元出口。其中包括鲜水果、干果及坚果制品、葡萄酒、改性乙醇、花旗参、无缝钢管等产品,涉及美对华9.77亿美元出口,拟加征15%的关税。这份清单尚未涉及美国对中国产生主要贸易顺差的农产品,如大豆、玉米等(2017年,美国向中国出口大豆占其大豆总出口量的85.3%)。如果贸易战升级,那么我国下一步反制行动可能就从大豆等主要农产品开征关税或者限制进口。

如果我国在农产品进口方面对美国实施反制,可能对国内通胀预期产生间接传导。我国大豆主要依赖进口,2017年,我国大豆进口产量占年消费量的90.95%,一方面是因为我国大豆种植成本较高、出油率低,国际相对竞争力较弱;另一方面,我国人口众多,为保证粮食安全,土地以种植粮食作物为主,大豆等经济作物以进口为主,统计局数据显示,2016年我国农作物总播种面积为16665万公顷,其中粮食作物和经济作物分别占比约67.8%和32.2%,经济作物中,豆类播种面积为9699.9千公顷,仅占总播种面积的5.83%。我国进口大豆主要来源国前三名依次为巴西、美国和阿根廷,占比分别为47.7%、30.0%和6.4%。

图17: 中国大豆对外贸易依存度

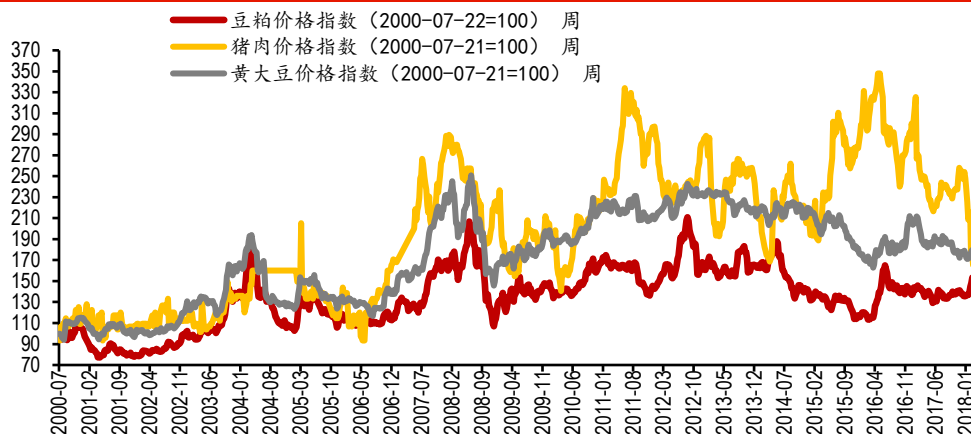


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

进口大豆价格如果上涨,可能经由“大豆→豆油”、及“大豆→豆粕→猪肉”渠道,对国内CPI预期产生影响。豆粕是大豆提取豆油后得到的副产品,又是猪饲料主要组成部分之一,根据中国产业信息网资料,猪养殖饲料的成本结构前三项分别是:玉米占比54%,豆粕占比22%,小麦占比11%,因此大豆、豆粕和猪肉三者之间存在价格联动。豆粕和猪肉价格长期存在高度相关性,经我们测算,2000年至今相关系数达到0.666。我们认为,在这次贸易战中,中国若通过对美国大豆等农产品提高关税来实施报复,进口大豆价格上涨,有可能会从饲料成本角度,对国内猪肉价格和通胀预期产生一定的上行冲击。

但是,我们无需过分担心贸易战带来显著通胀压力。对于中国而言,贸易战可能对钢铁等上游工业品的需求带来负面预期,因而可能同时产生上游价格回落、而下游价格上涨(受农产品等影响)的预期,因而对整体通胀中枢影响不大。

图18: 大豆、豆粕和猪肉价格相关性(价格已换算相同基期的可比指数)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

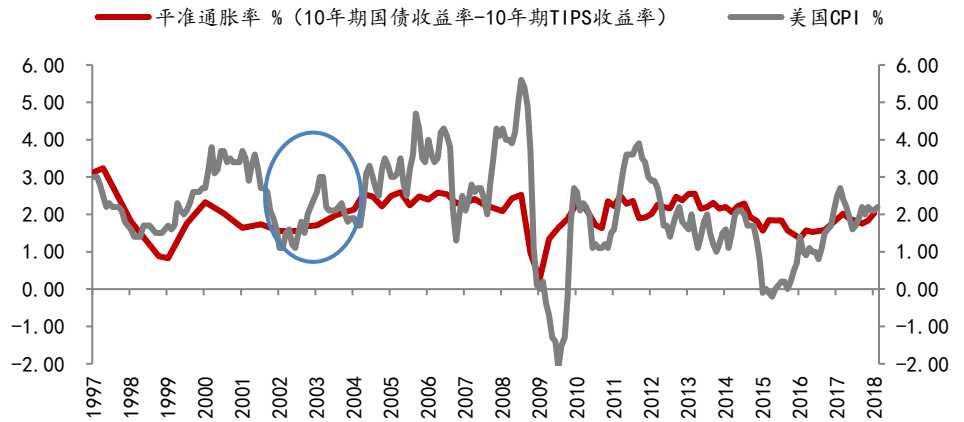
2.2.2 对美国通胀的影响: 美国通胀受贸易战的影响程度主要取决于产业承接能力, 但联储关心的核心PCE受贸易战影响不大

美联储更关心的是剔除能源、食品价格的核心PCE消费物价指标,其受非农薪资增速的影响较大,而受贸易战的直接影响可能较小。但值得注意的一段时期是21世纪初美欧钢铁贸易战中,美国通胀预期和CPI增速同时上行,通胀趋势阶段性体现较为明显。

美国10年期国债减去美国10年期TIPS债券收益率,即为平准通胀率(break-even inflation),可反映投资者对未来通胀的预期,自2002年3月,美国宣布进口钢铁201保障措施调查案最终救济方案并对12种钢铁品加征关税,实施配额限制起,平准通胀率小幅上涨,贸易战期间从1.56%升至2.06%。究其原因,是因为美国国内钢铁产业不发达,

没法承接因进口关税政策而减少的钢铁需求，国内消费者因此成为高昂进口关税的承担者，进而推升通胀。

图表19：平准通胀率体现贸易战扰动通胀预期

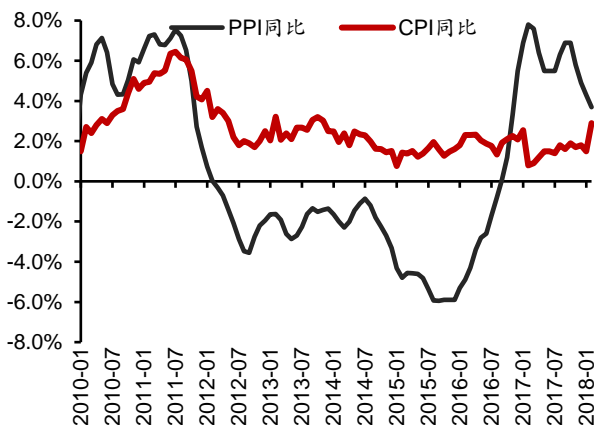


资料来源：Wind，华泰证券研究所

美国作为当前世界上最大的钢铁进口国，其钢铁工业经历过一个由扩张到衰退的历程。20世纪30年代，随着二战爆发美国钢铁工业长期世界领先，但50年代后，伴随美国工业化进程的完成，美国钢铁产量于1973年达到顶峰后开始下滑；70年代至今，美国钢铁进口量不断增加，加之国内需求量下滑，钢铁产业进行结构调整，进入产能过剩时代。海外制造业强国的比较优势下，美国国内劳动力成本高企，导致美国钢铁行业在进出口贸易上一直处于劣势，相较于全球的钢铁行业来说竞争力仍较差，产能利用率目前处于历史较低水平。由此我们认为，从美国钢铁行业目前的状况来看，一旦钢铁进口收缩，仍然存在引发美国国内的通胀预期和通胀上行的风险。

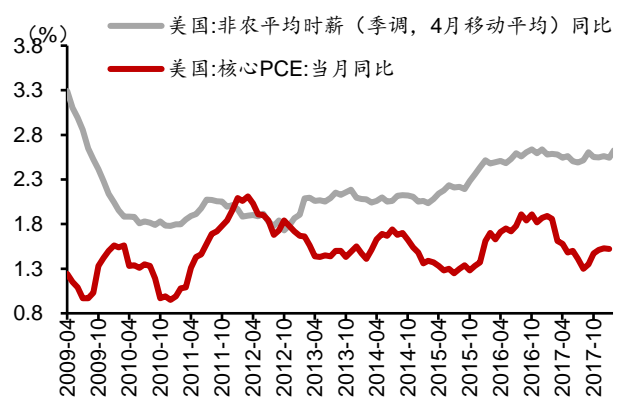
我们认为，对于美联储而言，其更关心的是剔除能源、食品价格的核心PCE消费物价指标，其受非农薪资增速的影响较大，而受贸易战的直接影响可能较小。

图表20：贸易战可能使得国内上游价格回落、下游价格上涨



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：美国核心PCE指标受贸易战的直接影响可能较小



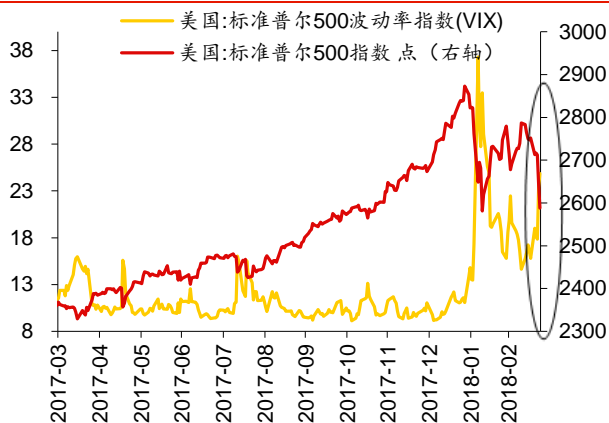
资料来源：Wind，华泰证券研究所

三、经济层面“类滞胀”的实际影响可能相对缓慢，但需注意贸易战对资本市场预期的影响

根据我们的分析，贸易战对中美经济增长、通货膨胀可能有“类滞胀”的预期影响，但产生实际影响的过程相对缓慢，不会很快产生显著冲击。但是需要注意的是，资产价格反映的是预期的变化，而贸易战对资本市场预期层面的影响不容忽视，股市可能会受到风险偏好下行的负面影响，而债市收益率则可能会开始反映市场避险情绪及对经济增长向下的预期。

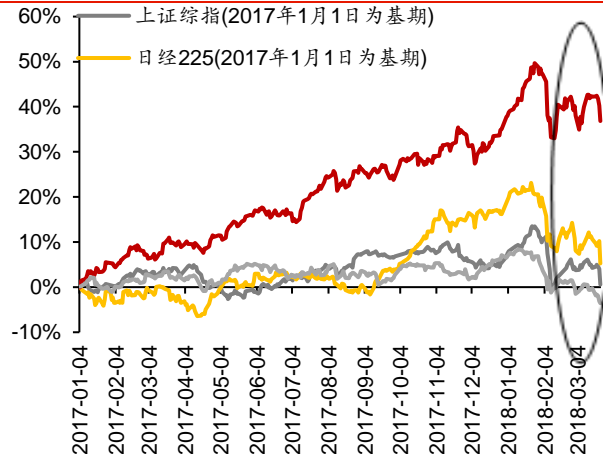
我们在此前的报告中先后提示了美债的长短端利率比较平、中美贸易战可能成为美股调整风险的触发因素，3月22日特朗普针对301调查结果签署备忘录，挑起贸易争端冲击美股风险偏好，反映市场恐慌情绪的VIX指数大幅上行，标普500指数两日累计跌幅达4.56%，并同时拖累全球股市，上证综指、日经225指数、恒生指数、伦敦金融时报100指数两日累计分别大跌3.91%、3.57%、3.52%和1.66%。与此同时，美债和全球债市普遍上涨体现全球避险情绪升温，美国、中国、日本、英国10年期国债收益率当日分别下行6、1.5、0.5和1.1个BP，我们认为，如果真的打响全面贸易战，对于资本市场将是黑天鹅事件，其预期影响在股债市场价格波动当中有所显现，仍值得继续关注。

图表22：3月22日美国挑起贸易纠纷，冲击美股风险偏好



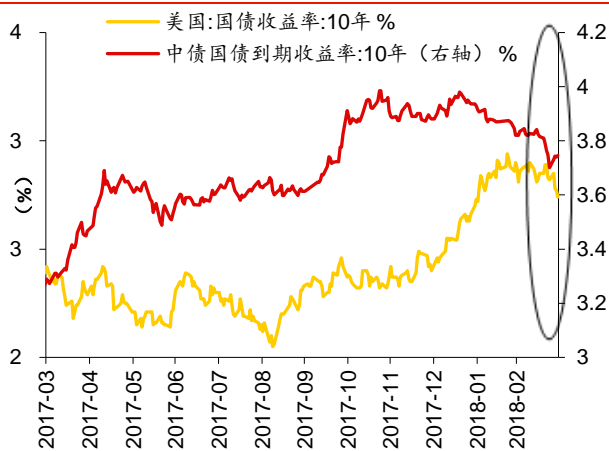
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23：美股风险偏好降低，对全球股市形成连带冲击



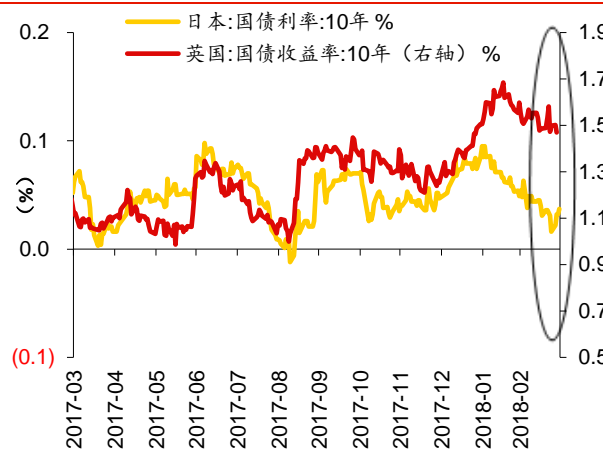
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24：3月22日美国挑起贸易纠纷，美债、中国国债收益率下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25：3月22日美国挑起贸易纠纷，日债、英债收益率也跟随下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：1、贸易战状况可能进一步激化，影响全球市场风险偏好。如果美国对华鹰派人士不断影响美国政界，或特朗普迫于选举压力，进一步升级贸易战预期，那么贸易战进程可能会超出我们预期，进一步冲击全球资本市场风险偏好；2、我国进出口可能受到贸易摩擦的负面影响，国内经济下行预期加强。一旦贸易战状况恶化，尤其是如果加入第三方不确定性力量，可能存在对我国进出口的较大冲击，加剧国内经济下行预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com